



JUILLET 2021

**SPAC : OPPORTUNITÉS ET
RISQUES D'UNE NOUVELLE
FAÇON DE SE COTER EN BOURSE**

LAURENT GRILLET-AUBERT

amf-france.org

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, stabilité financière et risques. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. « Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.

Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

Au terme d'un développement spectaculaire aux États-Unis, les SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) se développent aujourd'hui rapidement en Europe où ils apparaissent comme une nouvelle voie d'accès à la cotation, et ouvrent des perspectives de croissance pour les marchés boursiers. La flexibilité accordée par le cadre réglementaire à la structuration de ces véhicules souligne notamment le besoin de gérer les éventuels conflits d'intérêt des parties prenantes. Par ailleurs, dans un contexte de recherche de rendement des investisseurs institutionnels, la vigilance semble de mise concernant la valorisation des opérations initiées par les SPAC et les attentes de performances des investisseurs – souvent déçues aux États-Unis. Enfin, les craintes d'une moindre exigence de transparence pour les SPAC par rapport aux autres modes d'accès à la cotation (e.g. IPO, cotation directe) paraissent largement infondées. Pour autant, le développement des SPAC semble appeler un suivi de leurs activités aux niveaux national et international.

1. SPAC : UN ESSOR DU MARCHÉ DE STRUCTURES COMPLEXES ET VARIABLES

1.1. INITIÉE AUX ÉTATS-UNIS, LA CROISSANCE DU MARCHÉ S'ÉTEND À L'EUROPE

Un SPAC est un véhicule dépourvu d'activité opérationnelle propre, coté en bourse pour lever des fonds afin de financer (au moins) une opération de fusion-acquisition avec une société non cotée non encore identifiée lors de la cotation du SPAC. À défaut d'une telle fusion, le SPAC est liquidé à l'issue d'un terme d'en général deux ans. Un avantage distinctif du SPAC est précisément son défaut initial d'activité opérationnelle et d'identification de cible. Ceci lui permet en effet de limiter le contenu de son prospectus et par-là aux sociétés cibles de ses fusions-acquisitions d'accéder à la cotation en s'affranchissant de certaines contraintes liées aux introductions en bourse traditionnelles (IPO). L'existence des SPAC est attestée aux États-Unis depuis les années 1980. Initialement désignés comme "*blank check companies*"¹ et cotés sur le Nasdaq, le NYSE en admet depuis 2008 à sa cote et en est devenu la principale place de cotation. Leur importance aux États-Unis s'est accrue, tant en nombre de SPAC que par les montants de financement levés (Graphique 1). Jusqu'à 2014, ces levées de fonds représentaient moins de 2% de celles des introductions en bourse (IPO). En 2019, elles en représentaient 18% et en 2020, 45%. Les SPAC se sont développés depuis en Europe, le Royaume-Uni ayant initialement ouvert la voie mais d'autres places comme les Pays-Bas ont attiré certains SPAC récemment (Graphiques 2 et 3). Des SPAC sont cotés depuis 2016² en France, où un intérêt croissant du marché est apparent³.

Les SPAC sont promus et gérés par des fondateurs (*sponsors*) dont l'expertise est censée permettre d'identifier des sociétés cibles d'acquisition dans les domaines ou secteurs concerné. Pour les sociétés non cotées cibles, ils représentent avant tout comme un moyen de s'introduire en bourse moins coûteux et incertain, et surtout plus rapide⁴ que l'admission par IPO ou par cotation directe⁵. Sur Euronext, ils permettent par exemple de s'exempter d'exigences de lettre des commissaires aux comptes de fin de travaux sur le prospectus, d'offre au public et d'attestation du prestataire de services d'investissement applicables à une IPO. Par ailleurs, suite au succès de certains SPAC affichant des rendements à trois chiffres (Graphique 7)⁶, et à des campagnes de promotion très médiatisées aux États-Unis, souvent avec la participation active de célébrités⁷, leurs levées de fonds sont promues aujourd'hui aussi en Europe comme des placements potentiellement très rémunérateurs auprès d'investisseurs en

¹ Sociétés "chèque en blanc" car sans business plan, elles mandatent les fondateurs pour fusionner avec une société non encore identifiée. *Stricto sensu*, les *blank check companies* américaines ont un statut distinct sous le régime de la règle 419 du 1933 Securities Act de la SEC.

² Premier SPAC coté à Paris, Mediawan a levé 250 M€ en 2016. En 2020, 2MX Organic lancé par X. Niel, M. Pigasse et M. Zouari, a levé 300 M€.

³ De multiples projets de lancement de SPAC sont en cours en Europe. Cf. par exemple Les Echos ; "Jean-Pierre Mustier, Tikehau et Financière Agache bouclent le plus grand SPAC d'Europe" 29/04/21 et Les Echos ; "Les SPAC prennent un virage à l'européenne" ; 24/06/21. Trois nouveaux SPAC ont été admis à Paris en juin 2021 : le SPAC d'Accor au début du mois, Transition le 22 et DEE Tech le 25. D'autres projets sont en cours.

⁴ L'introduction en bourse classique (IPO) dure 6 mois, parfois un an ou plus, l'opération de fusion avec un SPAC, en général 3-4 mois.

⁵ Contrairement à l'IPO et aux SPAC, la cotation directe n'a en général pas vocation à lever des capitaux nouveaux.

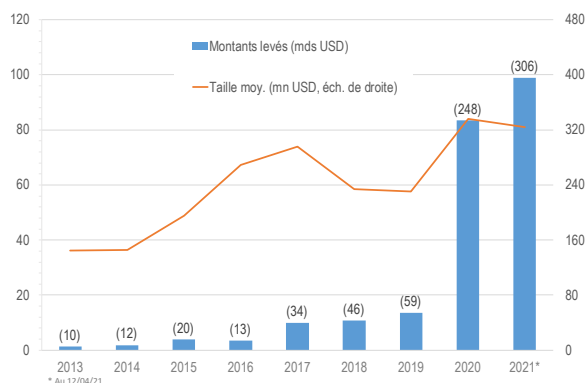
⁶ Le [Nasdaq](#) (source : SPAC Analytics) identifie par exemple parmi les SPAC les plus performants ayant complété une opération de fusion en 2020 : QuantumScape (+1 115%) ; DrafKings (+444%) ; Immunovant (+372%) ; Iridium (+304%) ; Betterware(+232%), etc. Aucune précision n'est donnée sur le calcul de ces rendements affichés.

⁷ Des financiers comme Gary Cohn, ancien conseiller de D. Trump ou pas comme Chamath Palihapitiya (ancien cadre de Facebook) et des personnalités du show business et du sport affichant leur intérêt comme sponsors ou investisseurs, e.g. Jennifer Lopez, Shaquille O'Neil, Serena Williams, Alex Rodriguez, Stephen Curry, Naomi Osaka, Tony Hawk, Colin Kaepernick ("Sports stars think they got game in SPAC arena", Wall Street Journal, 05/04/17). Les grands noms du *private equity* bénéficient ici souvent de ces effets de réputation ("Les SPACs, un pas vers la démocratisation du private equity" EY 18/02/21).

général professionnels. En tout état de cause, les montants levés par les SPAC ont représenté au niveau global une contribution substantielle à l'activité des marchés primaires (Graphique 5) et ils sont à l'origine d'opérations de fusion dont les montants agrégés sont de plus en plus élevés (Graphique 6).

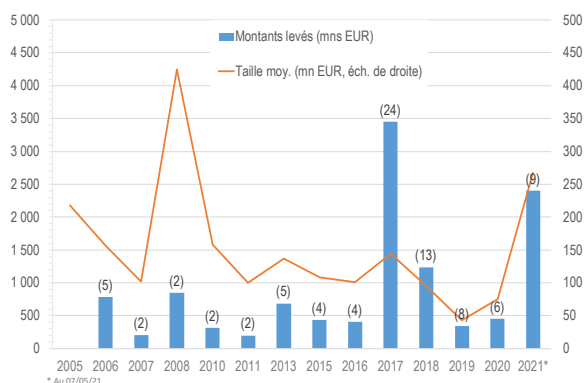
Historique des cotations de SPAC par région : nombre, montants levés, taille moyenne

Graphique 1 : aux États-Unis (ital., mds USD, mn USD/éch. de d.)



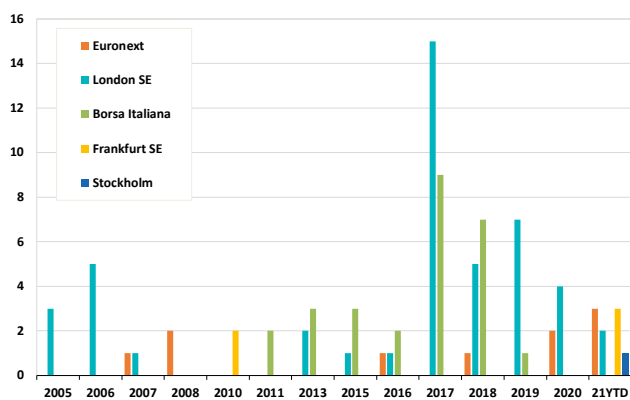
Source : <https://www.spacresearch.com/> ; AMF.

Graphique 2 : en Europe (ital., mn EUR, mn EUR/éch. de d.)



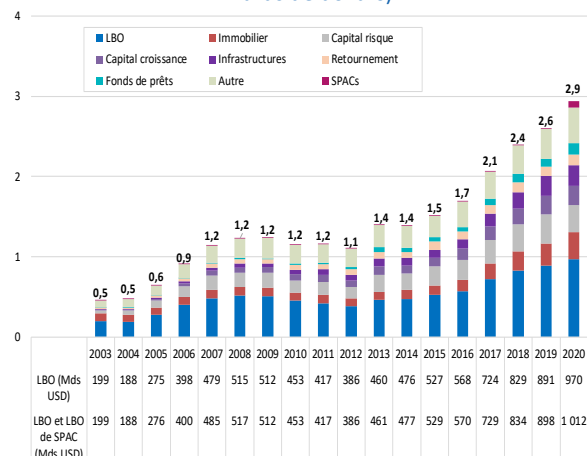
Source : Dealogic ; Euronext ; AMF.

Graphique 3 : Historique du nombre de cotations de SPAC en Europe par marché (au 07/05/21)



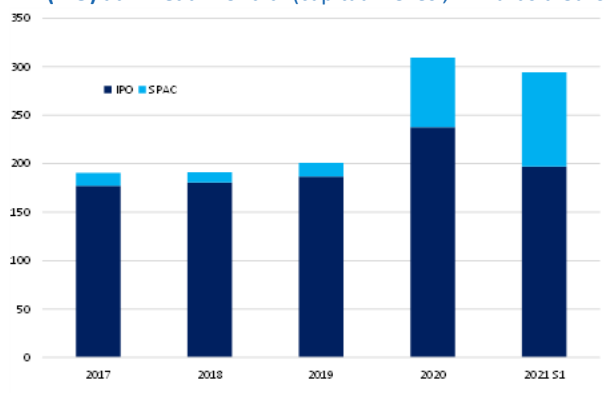
Source : Euronext ; AMF.

Graphique 4 : Capitaux levés dans le monde restant à investir (milliards de dollars ; étiquettes : milliers de milliards de dollars)



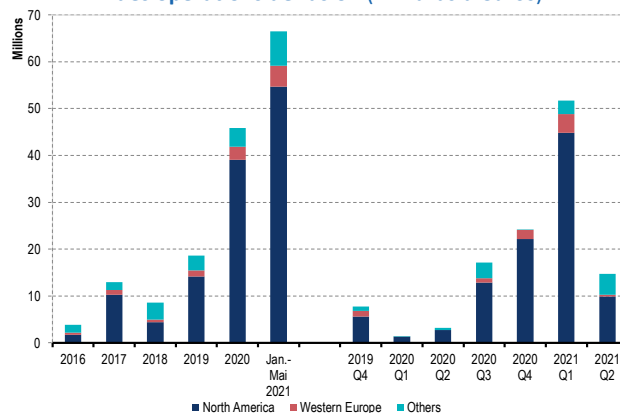
Note : "Autres" comprend les fonds de fonds, les fonds secondaires, les ressources naturelles et les fonds mezzanine. LBO comprend les LBO, les fonds diversifiés, les co-investissements et les fonds de co-investissement multigérés. La collecte des LBO de SPAC approxime leur poudre sèche. Les LBO de SPAC sont estimés à environ 50 % du total des SPAC destinés à des opérations de rachat. Les écarts de hauteur de barres affichant la même valeur sont dus aux arrondis. Source : Preqin ; Thomson Reuters ; SPACInsider ; Bain & Co ; AMF.

Graphique 5 : Part des SPAC dans les introductions en Bourse (IPO) au niveau mondial (capitaux levés ; milliards d'euros)



Source : Bloomberg, AMF.

Graphique 6 : SPAC : Montant des investissements dans le cadre des opérations de fusion (milliards d'euros)



Source : Bloomberg, AMF.

1.2. DES STRUCTURES DIVERSES, DONT LA FORME EST SPECIFIÉE PAR LES PRATIQUES DE MARCHÉ

Les pratiques étant moins normées qu'aux États-Unis, les SPAC n'ont pas strictement de définition positive ou de cadre réglementaire dédié en Europe. La forme spécifique de ce type de montage varie donc en fonction des intérêts des parties prenantes et du cadre juridique (e.g. du droit des sociétés) des juridictions concernées. Sous réserve, donc, du fait que les caractéristiques observées ne correspondent en général pas à des exigences réglementaires, les étapes de la vie d'un SPAC sont schématiquement décrites par le cas-type suivant :

- Initialement, les fondateurs (*sponsors*) du SPAC créent une société sans activité opérationnelle (*shell firm*) dont l'objet est de fusionner avec une société non cotée qu'ils ont pour mission d'identifier⁸. Ils acquièrent alors à prix forfaitaire/préférentiel⁹ un bloc d'actions (qualifié de "*promote*") destiné à représenter quelques 20% du SPAC coté. Les fondateurs acquièrent par ailleurs aussi des actions de préférence et/ou des bons de souscription à leur valeur de marché (BSA). Le produit de ces émissions vise à couvrir les frais d'introduction en bourse¹⁰ et les coûts d'exploitation du SPAC, afférents notamment à sa recherche d'une société cible.
- L'introduction en bourse, qui constitue le SPAC à proprement parler, lève un capital significatif. Ces capitaux levés sont en général placés sur un compte sous séquestre¹¹ dédié au financement de l'opération de fusion avec la société cible¹² et/ou au rachat de parts des investisseurs ne souhaitant pas souscrire à l'opération de fusion proposée par le SPAC. Au terme de cette introduction, les fondateurs détiennent une part minoritaire mais substantielle (20 %) du SPAC, obtenue pour l'essentiel par dilution des fonds levés par l'IPO. Des bons de souscription d'actions (BSA) et/ou des actions de préférence sont également attribués aux investisseurs¹³. Les investisseurs individuels peuvent représenter 40% du trading de SPAC

⁸ Le focus initial des statuts du SPAC sur un secteur d'activité est très variable.

⁹ En général, ces parts sont acquises pour 25 000 USD forfaitaires aux US, un ou quelques centimes d'euro par action en Europe.

¹⁰ "les frais opérationnels du SPAC sont prélevés au moment de l'investissement initial. Typiquement 2% de la valeur du SPAC est prélevé en tant que frais de souscription et un montant total d'environ 2 mn USD est mis en réserve pour couvrir les frais de fonctionnement du SPAC jusqu'à sa fusion avec la société cible" ("Les SPACs, un pas vers la démocratisation du private equity" EY 18/02/21).

¹¹ Aux États-Unis, ce dépôt doit représenter au moins 90% des fonds levés.

¹² La désignation de fusion recouvre en pratique divers types possibles d'opérations. A titre d'exemple, le prospectus de 2MX Organic stipule: "Business Overview: The Company was formed for the purpose of acquiring one or more operating businesses or companies through a merger, capital stock exchange, share purchase, asset acquisition, reorganization or similar transaction (a "Business Combination").

¹³ Cela suppose que, comme en France, le régime des actions de préférence et des BSA permette de créer des actions aux droits spécifiques différenciant les actions souscrites par les fondateurs de celles offertes aux investisseurs (cf. [cadre juridique français](#)).

aux Etats-Unis (soit deux fois plus que pour les actions des indices S&P 500 ou Russell 2000)¹⁴. Pour autant, les SPAC ont généralement vocation à faire plutôt l'objet de placements (privés) auprès d'investisseurs institutionnels et l'exposition des particuliers semble significativement moindre en Europe, où leur commercialisation est soumise aux exigences spécifiques de la directive MIF2 (test d'adéquation ; *product governance*)¹⁵. Sur Euronext Paris, ils sont cotés sur le compartiment professionnel, avec des tickets d'entrée élevés¹⁶. En fait, les fondateurs tendent à limiter le nombre d'investisseurs pour faciliter un dialogue qui leur permet de s'assurer du soutien des investisseurs lors des propositions d'opérations de fusion. L'accès aux SPAC est donc en principe peu ouvert aux particuliers. À défaut de bénéficier de promotion active, l'accès aux parts du SPAC coté reste cependant en principe possible.

➤ Deux cas de figure peuvent alors se présenter :

- Le cas général où le SPAC répond à son objet : il identifie une société cible et initie la fusion avec elle (*Initial Business Combination (IBC) ou de-SPAC-ing*)¹⁷. À cette occasion (*Tableau 1*) :
 - Les investisseurs du SPAC se prononcent en assemblée générale¹⁸ sur l'opération. Ils disposent alors d'une faculté de retrait, susceptible du reste de compromettre le *deal* proposé, notamment si les cibles exigent du SPAC un apport en numéraire minimum ;
 - Les fondateurs complètent le cas échéant, pour conclure l'opération, le financement en sollicitant des apports d'investisseurs tiers (e.g. placements privés d'institutionnels) ou existants (e.g. actionnaires de la cible) ou complètent eux-mêmes le financement. Disposant de beaucoup de capitaux à investir (*dry powder*, Graphique 4), des fonds de *private equity* sont souvent sollicités pour souscrire par le biais d'opérations de transactions de Public Investment in Private Equity¹⁹. Le SPAC peut lever de la dette²⁰ à cette occasion²¹ ;
 - Les investisseurs bénéficient aussi de bons de souscription exerçables sous conditions (e.g. à partir d'un terme donné, ou quand le cours de l'action dépasse un seuil fixé). Au terme de la fusion, les actions de préférence des fondateurs du SPAC sont converties en actions ordinaires cotées fongibles avec celles des autres investisseurs. Aux États-Unis, la médiane de la participation dans la société ainsi fusionnée ressort alors à 11,7% pour les fondateurs, et 22,8% pour les autres investisseurs dans le SPAC (Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021)).
- Dans les cas moins fréquents de défaut d'acquisition à expiration des 2 ans, le SPAC est liquidé et les montants levés – aux frais de gestion près- restitués aux porteurs de parts. En fait, un versement additionnel au SPAC des fondateurs incite souvent les actionnaires à voter un amendement des statuts repoussant l'échéance de liquidation. Il n'en reste pas moins que 11% des SPAC font l'objet

¹⁴ Le Financial Times; "Retail investor apathy threatens to derail SPAC deals" du 10/03/21 cite un rapport de Bank of America de février 2021.

¹⁵ Selon des estimations de marché, les particuliers compteraient pour environ 8% de la détention de SPAC en Europe, ce qui serait biaisé à la hausse par la distribution du SPAC Dutch Star 2 par des canaux de banque privée. En excluant Dutch Star 2, l'estimation serait de l'ordre de 5%.

¹⁶ E.g. 1 MEUR pour les SPAC cotés à Paris, 100 KEUR à Amsterdam pour Dutch Star Companies One et Two et ESG Core Investments. Aux États-Unis les investisseurs dans les SPAC sont en général institutionnels aussi.

¹⁷ NB : aux Etats-Unis (pas en Europe), les bourses exigent que la valeur comptable de la cible d'IBC représente au moins 80% des dépôts sur le compte séquestre du SPAC, ce qui contraint significativement les capacités de réalisation d'IBC par les SPAC.

¹⁸ Les fusions sont en général soumises à vote en assemblée générale mais, par exemple, 2 MX Organic les soumet au conseil d'administration. Aux États-Unis, l'approbation requiert la majorité des voix, à défaut d'avoir prévu un seuil supérieur.

¹⁹ PIPE : levée de capital réservée à un investisseur institutionnel lui attribuant des actions à prix préférentiel, i.e. avec décote par rapport au prix de marché. Un PIPE traditionnel émet des actions ordinaires ou de préférence à prix fixe pour l'investisseur ; un PIPE structuré de la dette convertible. Selon Morgan Stanley, les PIPE auraient apporté 12,4 mds de dollars de capital à 46 SPAC en 2020. Quoiqu'on puisse l'expliquer par l'importance des fonds qu'ils ont à placer, on peut s'interroger sur ces investissements de fonds de *private equity* en actions cotées.

²⁰ Comme dans les LBO, le levier facilite l'acquisition de la cible. La norme de marché actuelle serait de 7x les fonds propres. Par ailleurs, on observe que les *prime brokers* américains, suite à l'affaire Archegos, limitent le levier des *hedge funds* qui investissent dans les SPAC. Financial Times, "Archegos fallout hits market for blank-cheque companies"; 28/05/21.

²¹ Notons que la SEC a exigé une requalification de la comptabilisation des warrants des SPAC comme de la dette (cf. "[Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by SPACs](#)" du 12/04/21).

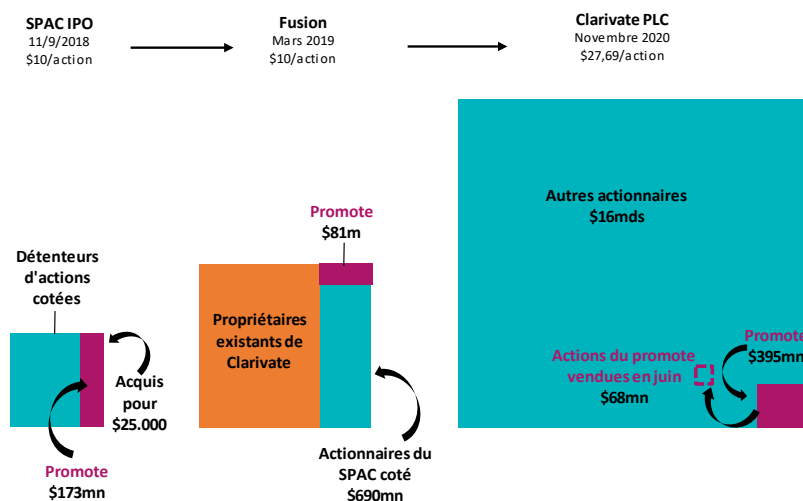
d'une telle restitution aux États-Unis. Une procédure de *waterfall* alors mise en œuvre, qui ordonne les remboursements effectués en fonction des catégories de parts émises. Typiquement, sont d'abord remboursées les créances du SPAC, puis le nominal des actions ordinaires, puis la prime des actions ordinaires, puis le nominal des actions des fondateurs, avant que ne soit distribué le surplus éventuel, e.g. par prime aux fondateurs ou rémunération des actions spéciales.

Tableau 1 : Émissions et financement d'un SPAC : exemple illustratif

	Fondateurs	Investisseurs (en général professionnels)	Compléments d'investissement éventuels (pour finaliser la fusion)
Création du SPAC	<ul style="list-style-type: none"> Bloc d'actions préférentielles (<i>promote</i>) acquis par ex. pour 25.000 \$ ou 0,01 €/action Achat de "<i>units</i>" combinant actions ordinaires et BSA (droit d'acquérir des actions après l'IBC à un prix fixé) 		
Cotation du SPAC	<ul style="list-style-type: none"> Transformation du <i>promote</i> en actions ordinaires (bloc de 20% du capital) 	<ul style="list-style-type: none"> Achat d'actions de préférence permettant sous conditions de faire racheter ses actions par le SPAC (i.e. pour ne plus être actionnaire après à l'IBC) – e.g. pour 10 € par action. Achat de BSA (droit d'acquisition d'actions à prix fixé après l'IBC), soit 1 BSA ou une fraction de BSA (1/2, 1/3, 1/4 ou autre) par action. 	
Fusion avec la société cible	<ul style="list-style-type: none"> Possibilité d'apport supplémentaire 	<ul style="list-style-type: none"> Possibilité de retrait préalable à l'IBC (peut induire un besoin de financement complémentaire du SPAC) 	<ul style="list-style-type: none"> Possibilité d'apport par augmentation de capital réservée à certains investisseurs institutionnels (e.g. PIPE) Possibilité d'attribution de BSA

Source : AMF.

Graphique 7 : Clarivate : exemple d'un SPAC couronné de succès aux États-Unis



Source : Financial Times.

2. LES RISQUES DÉPENDENT LARGEMENT DES STRUCTURES SPÉCIFIQUES DES SPAC

Les SPAC sont susceptibles de poser plusieurs types de risques.

Tout d'abord, des risques liés à la présence de conflits d'intérêts, qui concernent au premier chef les promoteurs (fondateurs), souvent des gérants de fonds de *private equity*²², et affectent les diverses parties prenantes, investisseurs et émetteurs. Par nature, ils ont vocation à être résolus par une transparence accrue, c'est-à-dire une réduction des asymétries d'information sur les protections offertes et les facteurs et incitations propres à assurer l'alignement des intérêts en présence.

Eu égard à leur caractère de "coquille vide", ils pallient en général l'absence de visibilité des investisseurs par des mécanismes contractuels assurant certaines protections, typiquement : des mécanismes de restitution des fonds investis placés sous séquestre au terme du délai prévu pour réaliser une première acquisition (IBC) ; la soumission du projet d'IBC à l'approbation des actionnaires ; la faculté de retrait (rachat d'actions par le SPAC) préalable à l'IBC. Cependant, des risques peuvent subsister pour les investisseurs²³, en particulier si les fondateurs sont incités (e.g. à l'approche de l'expiration du délai de deux ans) à réaliser des opérations dont l'intérêt n'est pas aligné sur celui des (autres) investisseurs dans le SPAC. De fait, le *promote* est une option le cas échéant très lucrative, cette participation acquise à bas prix pouvant valoir des millions en cas de succès de l'IBC (Graphique 8). Si c'est un élément clé de l'incitation des fondateurs à réaliser un deal, il constitue toutefois un coût peu visible pour les investisseurs, car obtenu surtout par dilution de leur participation dans le SPAC. Surtout, son effet peut être asymétrique, les fondateurs pouvant rester incités à réaliser des fusions même lorsque le SPAC induit une performance négative pour les investisseurs. De surcroît, offrant aux fondateurs une proportion du capital de l'entité fusionnée, la maximisation de leur gain peut les inciter à viser de grosses transactions (e.g. 5 ou 6 fois la valeur du SPAC), ce qui peut accentuer la divergence de leurs intérêts avec ceux des investisseurs. D'autres conflits d'intérêts peuvent résulter des différences de traitement des investisseurs, par exemple de ceux qui participent à la fusion par rapport à ceux qui n'y participent pas, ou par rapport aux nouveaux investisseurs (institutionnels) appelés à compléter le financement pour finaliser la fusion, auxquels des conditions préférentielles peuvent être offertes. Enfin, les fondateurs peuvent avoir d'autres incitations. Les SPAC sont souvent promus par des gérants de *private equity* le cas échéant exposés à des conflits d'intérêt, par exemple s'ils souhaitent céder des sociétés détenues par leurs fonds en les faisant entrer en bourse via un SPAC.

De fait, Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021)²⁴ montrent qu'aux États-Unis, la performance des SPAC, au terme de leurs opérations de fusion, est dans une large majorité des cas, faible pour les investisseurs – le plus souvent négative hors prise en compte des BSA. De plus, cette performance est corrélée à la dilution de leurs investissements dans le SPAC²⁵. Les auteurs notent par ailleurs l'importance de l'investissement des *hedge funds* dans les SPAC, avec un fort effet dilutif pour les investisseurs restants lors de l'exercice de leur droit de retrait préalable à la fusion. Ces investissements ne visent donc que la restitution (avec intérêts) du placement initial et l'attribution, à cette occasion, de warrants gratuits. Le Graphique 9, qui indique le rendement annuel moyen des SPAC ayant fusionné l'année indiquée, montre qu'ils n'ont jamais surperformé l'indice Russell 2000 des mid et small caps américaines. Les meilleures années, un an après la fusion, ils ont sous-performé cet indice de 10%, et souvent de 40% ou plus. La comparaison avec les rendements d'indices d'IPO est encore moins flatteuse. Par contre, pour les fondateurs, trois mois après la fusion (Graphique 8) la performance moyenne est de 400%. Un an après la fusion, elle est de 187% (médiane : 32%), certains obtenant des rendements de plus de 1000%, quelques autres perdant de l'argent.

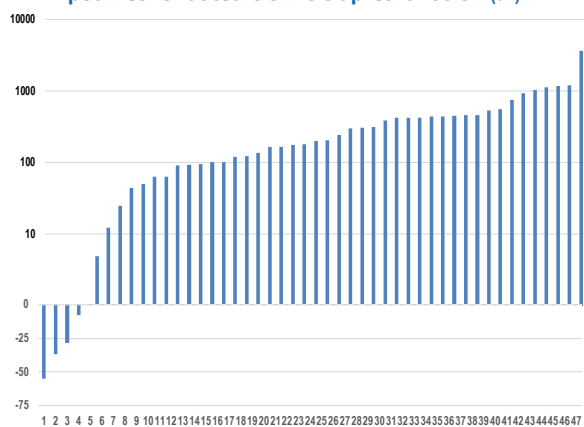
²² Cf. Cartographie des marchés et des risques AMF 2021 (ch. 3).

²³ Cf. e.g. discours de John Coates, Division of Corporation Finance, SEC "[SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws](#)" (08/04/21). Notons cependant que la SEC a plus généralement rappelé les risques liés aux SPAC dans un "[Public Statement Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs](#)" du 31/03/21.

²⁴ Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021); A Sober Look at SPACs; ECGI Working Paper Series in Finance.

²⁵ Cette mesure de dilution *ex post* des 47 SPAC ayant réalisé des opérations de fusion aux US entre janvier 2019 et juin 2020 ressort à 67%. Ratio du montant effectif investi par les SPAC dans les sociétés cibles à celui initialement levé auprès des investisseurs, il inclut donc d'autres facteurs dilutifs que le *promote*. Le rendement pour le SPAC de l'opération de fusion doit donc excéder 33% pour que l'investisseur ait un rendement positif. Les auteurs notent aussi que l'effet dilutif est inversement proportionnel à la performance du SPAC.

Graphique 8 : Distribution du rendement des SPAC pour les fondateurs 3 mois après la fusion (%)



Source : Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021).

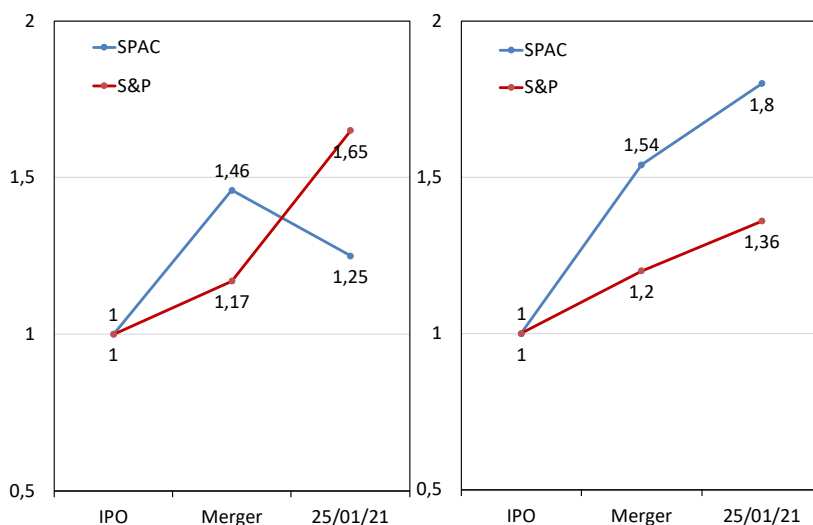
Graphique 9 : Surperformance des SPAC par rapport à l'indice Russell 2000 1 et 2 ans après la fusion (%)



Dans ce contexte, il importe pour les parties prenantes au SPAC (fondateurs, investisseurs, sociétés cibles) de s'assurer des bonnes incitations et de la présence d'informations suffisantes pour effectuer leurs *due diligences*, d'autant plus que ce type de véhicule ne fait en principe pas appel à un *underwriter*²⁶. À défaut de norme stricte, les protections offertes sont appréciées par des caractéristiques propres à la structure de chaque SPAC – par exemple le délai maximum pour réaliser sa première fusion, la possibilité et les conditions de restitution des fonds investis en cas de retrait préalable à l'IBC ou de liquidation du SPAC, les conditions de conservation des fonds levés (e.g. placement sous séquestre), l'effet dilutif des participations des fondateurs et des demandes de retrait des investisseurs préalables à l'IBC sur les autres investisseurs, les modalités et conditions d'approbation des IBC (e.g. par le conseil d'administration ou en assemblée générale, pourcentage de votes nécessaire, etc.), les informations diffusées à ce titre, etc. Il importe *in fine* pour l'investisseur, notamment d'évaluer le coût de financement de la structure et des opérations du SPAC, et son impact sur le rendement espéré de l'investissement et des opérations envisagées, ainsi que plus généralement la structure de l'opération (contributions des, et conditions offertes aux, différents types d'investisseurs dans le SPAC et participant à l'IBC). Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021) proposent ici deux mécanismes pour réduire les conflits d'intérêt des fondateurs : une obligation de divulgation des paiements parallèles sous forme d'actions ou warrants attribués à certains porteurs en échange d'engagements de ne pas racheter leurs actions, et celle de préciser le *cash* par action qu'ils apporteront lors de la fusion dans divers scénarios de rachat. Plus généralement, il s'agit de s'assurer que les parties prenantes au SPAC (fondateurs, investisseurs, managers des cibles) ont, en l'absence d'*underwriter*, des informations suffisantes pour effectuer leurs *due diligences*, et des incitations appropriées, sur la base d'une saine gestion des conflits d'intérêt.

²⁶ Un *underwriter* a vocation à prendre, contre rémunération, une partie du risque d'une opération dans ses livres. Ce type d'activité est l'apanage des banques d'investissement pour les IPO et est aussi sollicité pour l'IPO des SPAC (cf. Rampell, Kupor (2020) ; In defense of the IPO, and how to improve it ; 28/08/20).

**Graphique 10 : Performances récentes des SPAC aux États-Unis (pré et post IBC – en millions de dollars et IPO=1)
2016-2019 (58 SPAC) 2020 (63 SPAC)**



Source : SPACInsider, Bain & Co.

Tableau 2 : Acquisition de cibles européennes par les SPAC américains (au 05/05/21)

Date d'annonce	Cible de l'IBC	Nationalité de la cible	Nom de l'acquéreur	Montant de l'IBC (Mn EUR)
30/03/21	Cazoo Ltd	UK	Ajax I	1 878,2
29/03/21	Global Blue SA	Switzerland	Far Point Acquisition Corp	1 877,4
23/02/21	Software Luxembourg Holding SA	Luxemburg	Churchill Capital Corp II	984,2
29/01/21	Ardagh Metal Packaging SA	Luxemburg	Gores Holdings V Inc	926,2
12/10/20	EVBox BV	Netherlands	TPG Pace Beneficial Finance Corp	832,0
27/10/20	Lilium GmbH	Germany	Qell Acquisition Corp	830,0
13/10/20	Genius Sports Group Ltd	UK	dMY Technology Group 2	830,0
25/09/20	Freyr AS	Norway	Alussa Energy Acquisition Corp	700,6

Source : Bloomberg; Euronext.

Enfin, les SPAC font plus généralement le lien entre les modes de financement privés et publics²⁷ en offrant un moyen aux firmes non cotées d'accéder à la bourse. On peut dès lors s'interroger sur l'effet du développement de ce mode de financement sur les normes d'admission en bourse. Dans un contexte de concurrence internationale des places pour attirer ces émissions²⁸, il interroge sur le risque de dégradation des normes d'admission en bourse dû aux SPAC. Évaluer ce point requiert de comparer les exigences (e.g. de transparence) applicables aux admissions à la cotation par IPO à celles des fusions des SPAC. Aux États-Unis, la SEC indique que : "L'assertion selon laquelle les règles du droit des valeurs mobilières applicables aux dé-SPAC-ings donneraient, en matière de responsabilité, aux cibles ou à quiconque une raison de préférer les SPAC aux introductions en bourse traditionnelles est douteuse"²⁹. De fait, dans un contexte d'interrogation sur les présentations de projections financières³⁰ (sur la

²⁷ Le fort développement de la finance privée est décrit en section 3.2 de la cartographie des risques de l'AMF 2019. Les implications pour les marchés publics sont discutées notamment par S. Rošov (2018) ; Capital Formation : The Evolving Role of Public and Private Markets ; CFA Institute Position Paper. Les SPAC soulignent donc la complémentarité de ces modes de financement mais rendent aussi la frontière entre eux moins lisible.

²⁸ Un rapport de Lord Hill vise en particulier à réformer les règles britanniques pour favoriser le développement des SPAC au Royaume-Uni. Sur la bourse de Londres les SPAC ne sont pas éligibles à la cotation sur le segment Premium de la liste officielle, et la négociation de leurs actions est suspendue lors de l'IBC, l'acquisition étant vue comme une prise de contrôle inversée (*reverse takeover*). Dans ce contexte, les investisseurs ne peuvent ni se prononcer (voter) sur l'IBC ni se retirer avant sa réalisation, lorsqu'elle a lieu.

²⁹ Cf. note de bas de page 23.

³⁰ De multiples recours en justice aux U.S. allèguent de manquements des fondateurs à leurs obligations fiduciaires et d'information.

capacité à rapporter les objectifs de croissance affichés aux fondamentaux des entreprises cibles), la SEC souligne l'importance de la transparence sur ces opérations³¹ et a lancé une investigation sur l'information donnée sur le projet de fusion du SPAC Stable Road Acquisition Corp avec la société Momentus. Compte tenu de ces évolutions et des nouveaux équilibres de marché qui se forment, la structure des SPAC et leur tarification devraient évoluer. Il importe donc de ne pas les considérer qu'à l'aune des pratiques passées ou observées aux États-Unis. Certains travaux récents semblent par exemple indiquer, malgré la grande dispersion des observations et le faible recul historique³², une amélioration moyenne de la performance des SPAC aux États-Unis fin 2020 (Graphique 10), ce qui nuancerait les résultats de Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021). Au demeurant, ces travaux identifient une surperformance des SPAC avant l'IBC, qui justifie la stratégie de "passager clandestin" de certains *hedge funds*, qui investissent dans le SPAC sans participer à l'IBC.

Sur la base de ces observations, les vues suivantes sont formulées sur les risques identifiés :

- Les SPAC se caractérisent avant tout par un défaut initial d'activité opérationnelle qui restreint forcément le contenu de leur prospectus initial, même si des informations relatives au secteur d'activité, aux sponsors et à tous les conflits d'intérêt significatifs doivent être fournis. Cependant, l'articulation des exigences applicables³³ aux différents modes d'accès à la cote des bourses (IPO, direct listing, SPAC) ne paraît pas remise en cause. L'avantage des SPAC pour les sociétés émettrices – notamment la garantie sur le prix (pré-négocié) de l'introduction et la rapidité des opérations – est à mettre en regard des risques observés pour la performance post-fusion³⁴. Chaque mode d'accès prend son sens selon le contexte et l'entreprise concerné. Pour simplifier : *"s'il y a besoin de lever des capitaux, une introduction en bourse, malgré ses défauts, est logique et probablement la meilleure option. À défaut, une cotation directe peut être préférable. Pour des levées de capitaux rapides assorties de plus de certitude sur le prix de la transaction, un SPAC peut être la meilleure solution"*³⁵.
- Après plusieurs années d'attrition de la cote au profit des modes de financement non cotés, et d'un allongement de la durée de vie des firmes avant leur entrée en bourse, le succès des SPAC vient souligner, au contraire, la complémentarité de ces modes de financement. Ils offrent en particulier une voie de sortie pour les fonds de *private equity* qui souhaitent désinvestir et semblent pouvoir constituer un nouvel axe de développement des bourses³⁶.
- La flexibilité permise en matière de structuration de SPAC semble permettre au marché d'intégrer les critiques formulées à leur égard³⁷. Elle pourrait notamment favoriser un traitement équitable des porteurs et inciter les promoteurs à la création de valeur à long terme. Certaines pratiques de marché pourraient, dans ce contexte, utilement contribuer à la transparence, comme par exemple la prise en considération de scénarios multiples dans les documents de référence.
- Différentes parties prenantes aux SPAC, notamment leurs promoteurs et/ou certains types d'investisseurs, sont exposés à des conflits d'intérêt. Ces véhicules font en outre l'objet de structurations juridiques complexes qui les destinent donc avant tout à une clientèle d'investisseurs institutionnels susceptible d'exercer un jugement critique sur la structure des montages proposés, les incitations des

³¹ Financial Times; A reckoning for SPACs. Will regulators deflate the boom? 04/05/21.

³² 60% des IBC de SPAC de 2020 ayant eu lieu au dernier trimestre, l'appréciation des performances n'a pu se faire qu'à court-terme.

³³ Rappelons que les exigences du Règlement européen "Prospectus" (Règlement délégué 2019/980) s'appliquent au SPAC et emportent un certain nombre d'exigences de transparence relatives e.g. aux risques, aux conflits d'intérêt, à sa gestion et à sa structure.

³⁴ On souligne ici l'importance de la transparence sur l'opération de fusion, qui n'est pas couverte par le prospectus du SPAC.

³⁵ Rampell, Kupor (2021); "In defense of the IPO, and how to improve it; Andreessen & Horowitz; 28/08/20.

³⁶ Lubochinsky, Manière (2021) ; Eclipse ou crépuscule ? Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote ; Rapport de l'Institut Messine ; février.

³⁷ Par exemple, dans el cas de DEE Tech, la rémunération des promoteurs du SPAC a été conditionnée à sa performance.

parties prenantes et la valorisation des cibles. Limité à ce jour, l'accès aux SPAC, par le biais de la cotation, d'une clientèle de particuliers reste, dans ce contexte, à évaluer.

- La possibilité d'une concurrence réglementaire pour attirer les SPAC invite à les considérer dans une perspective internationale pour éviter que le moins-disant réglementaire ne l'emporte (*race to the bottom*). L'ancrage de la réglementation des SPAC dans des droits des sociétés et boursiers préexistants offre à ce stade l'assurance d'une certaine stabilité des protections juridiques. On observe d'ailleurs un développement des activités transfrontière des SPAC, les masses de capitaux à investir accumulées par les SPAC et autres fonds d'investissement, en particulier aux États-Unis se traduisant par exemple par un accroissement des investissements transatlantiques (cf. Tableau 2).

- Enfin, l'essor des SPAC, dans le contexte d'abondance de financements précité (le [Graphique 4](#) atteste ici de la contribution des SPAC aux capitaux levés à investir), mais aussi de persistance de taux d'intérêts bas, traduit une recherche de rendements attractifs par les investisseurs au risque d'induire des pressions sur certaines valorisations de marché (bulles spéculatives)³⁸. Ce phénomène est à craindre en particulier sur des segments de marché "étroits" et/ou sur lesquels les investisseurs sont en forte concurrence, en particulier certains segments de marché technologiques³⁹. Ceci souligne non seulement l'importance du professionnalisme des valorisations de cibles d'acquisition par les intermédiaires financiers⁴⁰, mais aussi le risque d'investir au terme de hausses de prix non soutenables, et plus généralement le besoin d'examiner l'endogénéité des hausses de prix d'actifs concernés.

³⁸ Le Figaro ; "La bulle des SPAC se dégonfle" ; 01/06/21 cite un intervenant de marché : "L'engouement [aux États-Unis] était tel que les SPAC étaient valorisées en moyenne à près de 130% du cash qu'elles détenaient", et fait état d'une récente correction de la valorisation des SPAC.

³⁹ Cf. e.g. Braw (2021); Tulipmania in Space ; Foreign Policy; 12/05/21.

⁴⁰ Cf Bain & Co (2021).